SEÑOR PRESIDENTE.- Habiendo número, está abierta la sesión.

(Es la hora 16 y 12 minutos)

Dese cuenta de los asuntos entrados.

(Se da de los siguientes:)

"Solicitud de entrevista de la Caja de Auxilio de los Funcionarios del CASMU, a efectos de exponer los perjuicios que les ha causado la Ley Nº 18.439, más concretamente en su artículo 6º."

Corresponde ahora recibir a la delegación que ha solicitado audiencia.

(Ingresan a Sala los representantes de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.)

La Comisión de Hacienda del Senado tiene el gusto de recibir a quienes representan a la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., es decir, a su Presidente, Contador Varese, a su Gerente General, Economista Barbieri, y al Doctor Olivera, a fin de que puedan dar su opinión acerca del proyecto de ley que prevé normas para la regulación del mercado de valores.

SEÑOR VARESE.- Buenas tardes, mi nombre es Daniel Varese y soy el Presidente del Directorio de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

Agradezco a los integrantes de esta Comisión por recibirnos en la tarde de hoy y debo decir que hemos solicitado esta audiencia -tal como lo mencionó el señor Presidente- por el proyecto de ley de reforma de la Ley de Mercado de Valores.

Simplemente, a los efectos de rescatar la información acerca de qué es BEVSA y cómo actúa en el mercado uruguayo, creo que vale la pena repasar la importancia que la Bolsa Electrónica de Valores tiene en el mercado uruguayo, siendo el instrumento a través del cual el sistema financiero, entendido en el sentido amplio, participa e intercambia todos sus instrumentos, tanto en los mercados de dinero y de valores, como de cambio. La Bolsa Electrónica de Valores está cumpliendo quince años y en este tiempo ha tenido una trayectoria intachable en toda su operativa, mejorando la calidad de la información y del funcionamiento del sistema a través de tecnología agregada en todos los procesos. Además, tiene la certificación ISO 9000, lo que verifica la calidad de sus procesos.

Uno de los objetivos principales de BEVSA es la transparencia del mercado, y en todo este tiempo ha sido un actor importante, así como un gran promotor del mercado de capitales. A través de BEVSA se han inscripto la mayor parte de las emisiones privadas y, justamente, nos preocupa el hecho de que en ese ámbito el mercado de capitales uruguayo se reactive y sea un instrumento más de financiamiento para la inversión y el desarrollo en el país.

Ante un proyecto de ley de estas características, que tiende a corregir y modificar varios de los aspectos sustanciales de la ley existente, nos pareció oportuno y necesario brindar nuestro punto de vista en esta Comisión. En términos generales, consideramos que es una norma adecuada y que tiende a mejorar varios aspectos que no han permitido el desarrollo pleno del mercado de capitales, pero creemos que sería bueno realizar un intercambio con mayor fluidez, de manera que podamos plantear algunas propuestas de mejora.

SEÑOR BARBIERI.- Quiero referirme a algunos aspectos puntuales de este proyecto, sobre los que tenemos opinión formada.

En primer lugar, cabe destacar que, a diferencia de otros proyectos -como la Ley de Mercados de Valores que hoy está vigente, y algunos otros- en este en particular, por distintos motivos, no se nos dio la posibilidad de participar en su elaboración. En ese sentido, no tuvimos acceso a la versión del anteproyecto, ni hubo un trabajo conjunto.

Un aspecto muy importante que se menciona en esta iniciativa y que significa un cambio sustancial, es el que tiene que ver con el abandono del régimen de autorregulación. Esta es una tradición de los mercados -en particular de los mercados generales- y en ese sentido allí se hace una alusión a lo que ha ocurrido en otros mercados en el mundo, así como a las normas que los rigen. Si analizamos la normativa de la IOSCO -que es el organismo que nuclea a todos los reguladores en el mundo- podemos ver que el séptimo principio básico es el de la autorregulación, aunque ello no implica que no haya participación ni opinión del Banco Central. Actualmente, todos los reglamentos de funcionamiento de las bolsas y sus modificaciones tienen que ser aprobados por el Banco Central. La normativa que se ha venido constituyendo en los últimos años ha dado un soporte importante a la regulación del Banco Central y del Poder Ejecutivo. En ese sentido, no pensamos que el régimen actual, tal cual está consagrado, merezca demasiados cambios, y creemos que la eliminación de la autorregulación de las bolsas, en algún sentido implica que cualquier regulación -sin importar su jerarquía- deba pasar por el Banco Central, lo que consolidaría una reglamentación bastante más pesada con respecto a las normas menores de procedimientos y a los pequeños cambios nemotécnicos que se realizan y que tienen que ver con la operativa diaria.

En cuanto a las normas del buen gobierno corporativo, en general, las bolsas -y en particular hablo de BEVSA- estamos a favor. En ese sentido, quiero señalar que BEVSA debe ser la institución financiera con mayor número de auditorias -de seguridad tecnológica, control de operaciones, estados contables, etcétera- y pensamos que a veces, más allá de los principios consagrados en la ley, se pueden llegar a incorporar algunas cosas que tal vez no sean necesarias.

Con respecto al establecimiento de una Comisión de Promoción de Mercados de Valores, consideramos que se trata de una propuesta interesante -en la medida en que se hace en base a un organismo asesor del Poder Ejecutivo- pero quizás, por la jerarquía que tendría, no nos parece que llegue a obtener buenos resultados o a tener un impacto importante.

Otras normas -entre las que se encuentran algunas sobre valores escriturales- contienen errores. Aclaro que el detalle más acabado de los artículos lo vamos a dar más adelante, pero a modo de ejemplo, se habla de quiénes son los posibles registrantes de emisiones públicas y se hace referencia al Banco Central cuando, en casos como los de deuda soberana, esa posibilidad no estaría comprendida. También hay normas referidas a custodia, compensación y liquidación, que chocan con otros proyectos de ley posteriores y con otras áreas del Banco Central.

El penúltimo punto a mencionar es que hay un artículo específico que refiere al objeto exclusivo de las bolsas de valores. Nosotros consideramos que BEVSA, durante todo este tiempo, ha desarrollado otras cosas que son accesorias a las tareas que desempeñan las bolsas de valores. Por ejemplo, el sistema tecnológico, que está muy “aggiornado” y es muy riguroso en cuanto a las horas de operación y a seguir determinadas pautas de seguridad y confiabilidad, se utiliza para otras cosas. Junto con los elementos de liquidación y compensación de valores o de operaciones de cambio, también hacemos sistemas de transferencias con el Banco Central y otros proyectos que tienen que ver con contenidos de información, para lo cual la Bolsa de Valores es apropiada, y ello no implica que se incurra en ningún tipo de riesgo sistémico. Alguien podría pensar que el objeto exclusivo tiene que ver con no hacer determinadas cosas, pero, en el fondo, pensamos que no hay motivos para que debamos tener objeto exclusivo.

Finalmente, queremos hacer una reflexión. En los últimos años, la Ley de Mercado de Valores ha sido, junto con la normativa que surgió en el 2003, un instrumento muy apropiado. Por ejemplo, en casi cinco años no ha habido ningún caso de “default” en el mercado local, y desde el año 2003 no hemos tenido una sola operación incumplida, con excepción del caso de COFAC -

operación que fue suspendida- pero estoy hablando de una en miles y miles de operaciones que se dan en ese sentido.

Asimismo, reconocemos que este proyecto de ley incorpora algunas áreas que vale la pena que estén incluidas, pero pensamos que podría haber otras que, de alguna manera, respondieran a nuestro mercado como, por ejemplo, institutos que tienen que ver con la oferta pública, como las emisiones de circulación restringida o alguna normativa para inversores calificados, lo que podría facilitar el objetivo de profundizar de alguna manera el mercado de valores. El tema de agregar demasiados requerimientos e incorporarlos a la ley -lo que hace que todo sea más rígido y difícilmente modificable- puede representar un problema para el futuro, sobre todo en un área como la de los mercados de valores, que tiene una dinámica bastante importante.

Es cuanto quería manifestar.

SEÑOR OLIVERA.- Simplemente quisiera profundizar algunas ideas ya expuestas por el Contador Varese y el Economista Barbieri.

Personalmente, he estado vinculado a BEVSA desde sus inicios, o sea que conozco a la institución desde siempre. A lo largo de toda su trayectoria, ha habido una cultura de colaboración con los poderes públicos en el proceso legislativo. Por ejemplo, hemos colaborado con el Banco Central del Uruguay en las primeras regulaciones que se hicieron, aun antes del año 1996, cuando apareció la Ley de Mercado de Valores; hemos trabajado activamente con el Ministerio de Economía y Finanzas y con el Banco Central del Uruguay en la redacción de dicha ley; en fin, creemos que en todas esas instancias hemos podido realizar un aporte valioso. En esta oportunidad, por esta vía queremos plantear nuestra intención de colaboración en el armado de esta normativa para la regulación del mercado de valores.

Quiero insistir en el tema del abandono que hace el proyecto de ley del concepto de autorregulación, ya que nos parece particularmente importante. En esta materia, debemos recordar algo que todos sabemos y que hace a todo esto, que es que la historia uruguaya de regulación de los mercados de valores es muy “sui generis”, o sea, es contraria y diferente a la que se ha aplicado en la mayoría de los mercados.

Hasta el año 1996, cuando surgió la primera regulación del mercado de valores a partir de la Ley Nº 16.749, en realidad no existía regulación en ese sentido, de manera que cada bolsa se regulaba por sus propios estatutos internos. En cambio, ahora estamos hablando de autorregulación o no autorregulación, cuando aquel era un régimen de absoluta libertad en la normativa, y así funcionó el mercado durante muchísimo tiempo. El Uruguay no vivió el proceso de intensa regulación de los mercados que se dio en el resto del mundo a partir de la década del treinta, producto de la gran crisis internacional. Por eso cuando en 1996 se aprobó una ley de mercado de valores, lo que se buscaba, de alguna manera, era tomar las mejores opciones entre las tendencias que en ese momento estaba teniendo el mercado. A su vez, éste estaba en un intenso proceso de búsqueda de mecanismos de autorregulación. Se tendía a la autorregulación, entendiendo por ésta que los poderes públicos depositaran en los organismos que organizan los mercados la potestad regulatoria inmediata sobre emisores y operadores, o sea que el control estatal se mediatizaba a través de las bolsas. El Estado establece qué reglamentos deben tener las bolsas de valores, aprueba las modificaciones y fiscaliza que los apliquen a los operadores que mantienen, como lo dice la ley vigente, una cuota subsidiaria de carácter punitivo o sancionatorio, en virtud de que las bolsas no son eficientes al hacerlo. Ese fue el mecanismo que se instauró en el año 1996 porque, de alguna manera, eran los vientos que venían soplando y que hoy siguen soplando en los mercados.

En el proyecto de ley del Poder Ejecutivo se citan algunos antecedentes que fueron tomados en cuenta para la redacción de este proyecto de ley. Por ejemplo, las bolsas de México, de Chile, de Colombia y de Argentina son autorreguladas, pero a pesar de los matices de cada legislación, en todas se han estado estableciendo procesos de autorregulación. Por lo tanto, en aquellos regímenes como el español, donde no hay autorregulación, los proyectos sobre los cuales se está trabajando son aquellos necesarios para pasar de un régimen de regulación a uno de mayor autorregulación de los mercados. Como decía el economista Barbieri, se trata de directivas establecidas por la IOSCO, la Organización

Internacional de Supervisores de Mercados de Valores, que de alguna manera establece pautas, criterios y principios, algunos de los cuales -como los puntos 6 y 7- propugnan la autorregulación de los mercados de valores.

Quiere decir que de alguna manera, esta es la tendencia: un proyecto que busque dejar un régimen de autorregulación, una vez que se ha instaurado, para ir a un régimen en el cual el Estado pase a ser el regulador directo de emisores, de intermediarios y de las propias bolsas. Es un régimen que desde nuestro punto de vista está yendo a contrapié de la historia. Somos conscientes de que el mundo está viviendo un proceso muy especial en materia de mercado de valores, pero en las legislaciones de la región, ese proceso de principios de autorregulación aún no se ha manifestado. Quería hacer este planteamiento porque me parece importante destacarlo.

El segundo tema con respecto al que también queremos expresarnos -y ya se refirió a él el Economista Barbieri- es el relativo a las normas de buen gobierno corporativo. Nos parece que es tremendamente importante y bueno que los mercados de valores se impongan -fundamentalmente ante los emisores- la opción de normas de buen gobierno corporativo. Esa sí también es una tendencia que se sigue a nivel mundial y que se ha venido instaurando en los mercados. Pensamos que de acuerdo con el marco regulador actual, el Banco Central está en condiciones, dentro del esquema de autorregulación, de imponer a las bolsas que apliquen esas disposiciones a los emisores. De todas maneras, lo que se trabaje en ese sentido nos parece tremendamente provechoso para contribuir a dar transparencia y cristalinidad, fundamentalmente a los emisores, lo cual contribuye a darle confianza a la inversión y a ser factor de captación de inversión.

No obstante, pensamos que hay una muy importante experiencia en el mundo en materia de gobierno corporativo, que no necesariamente coincide con las propuestas del proyecto de ley. Todas las entidades operadoras de BEVSA aplican en su ámbito interno e institucional normas de buen gobierno corporativo, porque sus propias regulaciones de las matrices así lo imponen. Quiere decir que hay una experiencia muy interesante a ser volcada en ese sentido.

En tercer lugar, me quiero referir a las normas de custodia, compensación y liquidación, también mencionadas por el Economista Barbieri. Simplemente quiero remarcar un punto que nos parece importante tener en cuenta. Este proyecto de ley que hoy estamos considerando fue enviado por el Poder Ejecutivo al Parlamento el 17 de noviembre del año pasado. Con fecha 22 de diciembre el Poder Ejecutivo envió al Parlamento otro proyecto de ley que también tiene su fuente en el Banco Central del Uruguay. Se trata de una iniciativa sobre la que sí fue consultada la Bolsa Electrónica de Valores -y con respecto a la cual tuvimos oportunidad de hacer algunas sugerencias- que refiere a la compensación y liquidación de valores y que tiene un contenido distinto al que plantea esta ley. Creo que sería muy bueno que estas dos normas, que en algunos casos plantean soluciones no incompatibles pero sí a veces contradictorias, aunque definitivamente complementarias, fueran analizadas en forma conjunta porque buscan regular una misma y única realidad.

Para finalizar, quisiera aludir a un último punto que también fue mencionado. Me refiero a la disposición que señala que las bolsas deben tener objeto exclusivo. La Bolsa Electrónica de Valores es una bolsa de valores, es decir, un ámbito de negociación de valores, y tiene la peculiaridad de haber sido pionera en cuanto a que el ámbito de transacción fuera electrónico. Esa fue la gran novedad, aunque ahora también la Bolsa de Valores de Montevideo cuenta con ese sistema. Hoy, el ámbito de transacción electrónica de la Bolsa Electrónica de Valores es el más importante en volumen transacciones de valores en el Uruguay. Quiere decir que el mercado de valores es el mercado líder, el que tiene mayor porcentaje de transacciones en el mercado secundario, y lo ha sido en los últimos años.

Además de este mercado de valores, la Bolsa Electrónica de Valores tiene un mercado de cambios de moneda en el cual se negocia y un mercado de créditos, de préstamos de dinero “call money”, que son más grandes que el propio mercado de valores. Allí se opera con la misma tecnología de transacción que en el mercado de valores; nosotros pensamos que han resultado tremendamente útiles -porque el Banco de la República y el Banco Central del Uruguay son los más importantes operadores de ese mercado de cambios- han sido una herramienta interesante desde el punto de vista de política monetaria y estrictamente no constituyen una operativa de mercado de

valores porque no son valores. O sea que si aplicáramos esta norma relativa al objeto exclusivo, esto no quedaría comprendido.

Inclusive, la Bolsa Electrónica se ha caracterizado por usar esa plataforma tecnológica en una cantidad de operaciones y de transacciones que son muy útiles en la plaza. Existe un sistema de transferencias interbancarias, de fondos que se han canalizado a través de esta red. Podemos decir que actualmente está muy avanzado un proyecto de clearing electrónico de cheques que involucra a todo el sistema bancario. Asimismo, activamente se realizan pagos, a través del Banco de la República, de organismos recaudadores como la DGI o el Banco de Previsión Social. Quiere decir que esa red que vincula tecnológicamente a todos los agentes financieros se ha transformado en una herramienta muy importante; diría que tal vez es el único canal de relacionamiento efectivo para transacciones financieras electrónicas entre los agentes económicos del mercado. Como es obvio, todo esto no podría ser llevado adelante por esta institución que ya está cumpliendo 15 años de actividad si la norma de objeto exclusivo fuera aprobada. Queremos alertar sobre esta circunstancia que, de alguna manera, provocaría a esta entidad un problema importante en la operativa que ha venido desarrollando.

Como decía el Economista Barbieri, la Bolsa Electrónica de Valores tiene 15 años de actividad y en todo este período jamás tuvo un problema con el Banco Central del Uruguay, ni recibió una observación de esa Institución. Nuestra reglamentación es muy adecuada para el funcionamiento; periódicamente la hemos estado revisando con el Banco Central y, de alguna manera, en un marco de autorregulación, cumple eficientemente la finalidad de que este mercado realice transacciones en forma transparente y eficiente para todos los operadores que acceden a la bolsa.

Muchas gracias, señor Presidente.

SEÑOR COURIEL.- En primer lugar, quisiera agradecer los comentarios que hicieron nuestros invitados. Probablemente, sería bueno para la Comisión que ustedes nos enviaran por escrito las modificaciones de los artículos correspondientes para que las podamos analizar.

En segundo lugar, tenemos el tema de la autorregulación. No soy un experto -ni mucho menos- en mercado de valores pero, como decía el doctor Olivera, en la década del noventa la tendencia era que el Estado interviniera lo menos posible en todos los ámbitos -ya fuera el comercial o el financiero- y, por lo tanto, también en el mercado de valores.

Después de la crisis financiera, sobre todo la de los Estados Unidos, uno tiene la sensación de que hay cambios, transformaciones. Se entiende, por parte de muchos analistas y economistas del mundo desarrollado, que los procesos de desregulación fueron causa de esta situación crítica; que hubo muchas operaciones, sobre todo de carácter financiero, por fuera de normas regulatorias, y que seguramente esto tuvo sus efectos.

Entonces, me gustaría entender mejor cómo afectaría la regulación del Banco Central del Uruguay al dinamismo de un mercado que, en realidad, queremos fomentar, sobre todo en lo concerniente al sector privado, ya que casi podría decirse que se trata de un mercado de instituciones estatales, que son las que más emiten.

De todas formas, me gustaría escuchar un avance respecto al tema para tratar de entender por qué la regulación del Estado podría afectar el funcionamiento del mercado de valores.

SEÑOR OLIVERA.- Me parece muy oportuna la pregunta del señor Senador Couriel.

Después de haber seguido y estudiado -con ayuda profesional- todos estos fenómenos a lo largo de este tiempo, tengo la siguiente sensación. Los trabajos que se han venido haciendo en materia de regulación en el mercado de valores y que han propugnado la autorregulación -hasta lo que he visto, en estas latitudes no se ha revertido esa sugerencia- nos dicen que, de alguna manera, los mercados autorregulados están mejor capacitados para establecer las reglas de funcionamiento. O sea

que esto le da una flexibilidad y una eficiencia al mercado, a veces más difíciles de lograr mediante la regulación estatal.

¿Cómo equilibrar para que, por un lado, se mantenga esa flexibilidad y esa eficiencia y que, por el otro, no se produzcan distorsiones que, de alguna manera, afecten a los inversores y lesionen al mercado? Estamos hablando de un equilibrio que los sistemas de autorregulación tratan de lograr. No se trata de que creemos un mercado absolutamente libre o despojado de controles, sino de que el control sea subsidiario, tal como es actualmente. ¿En qué consiste el control hoy en día? En que el Estado -el Banco Central, que es la entidad especializada en esta materia- establece y aprueba los reglamentos correspondientes, pero la iniciativa es de los operadores, no del Banco Central. Esta Institución controla que esos reglamentos se apliquen eficientemente, así como también que quienes se apartan de ellos sean adecuadamente sancionados, etcétera. En definitiva, controla la forma en que esos reglamentos son llevados a la práctica; es decir que controla a quien controla. De alguna manera, no trata de sustituir a los propios agentes de mercado en establecer reglas; muchas veces, quienes operan en el mercado saben mejor cuáles deben ser. No se trata de una apuesta al "libertinaje jurídico", sino simplemente de que estos mercados funcionen sobre las bases de las reglas que los operadores especializados establecen. Esta es, básicamente, la idea y la propuesta de la autorregulación de los mercados.

SEÑOR VARESE.- Para complementar las expresiones del doctor Olivera, quiero remarcar, simplemente, que no debemos olvidar que los actores que hoy tenemos en el sistema financiero, en el mercado de capitales de Uruguay son, básicamente, las propias instituciones financieras -los bancos- las administradoras de fondos de ahorro previsional y los emisores; por el otro lado está el Gobierno, como un emisor principal a través del Banco Central. Todos estos jugadores -principalmente los bancos y las AFAP- están bajo la supervisión y la tutela directa del Banco Central en todo lo concerniente a su actividad y a los instrumentos financieros que utilizan. O sea que no se busca que las bolsas funcionen en forma aislada e independiente, sino que los propios jugadores, quienes realmente conforman el mercado, estarán controlados en forma directa ahora por la nueva Superintendencia con que cuenta el Banco Central. En otras palabras, estamos hablando de que el medio a través del cual se transan las operaciones, que son las bolsas, tengan un sistema de autorregulación que, tal como indicó el Doctor Olivera, es a su vez verificado y aprobado en última instancia por el Banco Central. Por ejemplo, los manuales de funcionamiento que tiene BEVSA también son vistos, aprobados y supervisados por el Banco Central.

De manera que no es que se abandone la tutela del Estado sobre un mercado y puedan ocurrir situaciones como las que hemos visto en el mundo desarrollado, en las que la sofisticación de los instrumentos hizo que se fuera del rango de visión o de alcance que tenían los propios reguladores. En Uruguay tenemos un mercado subdesarrollado, no sólo en tamaño, sino también en los tipos de instrumentos que se transan. Por eso, en mi opinión, entre todos los actores tendríamos que tratar de fomentar lo que falta en nuestro país: por ejemplo, emisores de deuda pública o de acciones. Sobre esto tenemos que trabajar todos, para fomentar que las empresas se abran al público y encuentren a través del mercado de capitales una fuente alternativa de largo plazo para financiar sus proyectos.

En síntesis, la autorregulación trata de brindar ese marco de flexibilidad que, como ya dijimos, siempre va a estar supervisado por el Banco Central.

Esto es lo que queríamos transmitir.

SEÑOR COURIEL- Me gustaría saber si nos pueden brindar ejemplos de países en los que regule el Banco Central pero se hayan generado dificultades y distorsiones en el mercado de valores.

SEÑOR OLIVERA.- Si bien no puedo dar ejemplos concretos, sí puedo decirles que normalmente los bancos centrales no son los reguladores de los mercados de valores. Dicho de otra manera, esta solución en esta materia es absolutamente excepcional. En general, son Comisiones de Valores que se dedican exclusivamente a esta actividad.

(Dialogados)

-En nuestro país, en determinado momento histórico, se tomó la decisión de darle al Banco Central la posibilidad de actuar a través de la Superintendencia de Valores. Recuerdo que, en entre otros argumentos, se consideraba que la dimensión del mercado no lo justificaba. De manera que, normalmente, los bancos centrales no hacen esta actividad.

Por lo general, la literatura que habla de autorregulación se queja de que los procesos de toma de decisiones sobre las normas, los procesos de cambio, los procesos de ajuste de las normativas de los organismos públicos, son más difíciles y mucho más lentos que los que desarrollan los organismos autorregulados. Es por esa razón que se propugna la subsidiariedad de la función del Estado, controlando esa regulación que se dan las partes en el mercado.

SEÑOR BARBIERI.- Voy a dejar de lado el tema de la crisis, para referirme a que, por los motivos que ya mencionamos, la tendencia es ir a lo que se denominan unidades autorreguladas. En realidad, son unidades mixtas que, de alguna manera, están más cercanas a la operativa y tienen una forma mejor, más rápida y eficiente de resolver los problemas. A modo de ejemplo, podemos citar los casos de Colombia, Chile y Perú, que están yendo en esa dirección, que implica algo más que una regulación directa por parte del Banco Central.

SEÑOR ABREU.- Antes que nada, quiero darles la bienvenida a los invitados.

En la exposición inicial se hizo una referencia no lateral, puntual, con relación a la creación de una Comisión de Promoción del Mercado de Valores y, en determinado momento, se habló de la jerarquía de su ubicación. Pero, más allá de lo que tiene que ver con los aspectos institucionales y suponiendo que el mercado de valores esté subdesarrollado o que tenga un espacio muy grande para poder crecer, quisiera saber cuál es la visión de quienes nos visitan en cuanto al rol que pueda desempeñar la Comisión de Promoción del Mercado de Valores o qué creen que podría aportar desde el punto de vista diferencial, para instrumentar un mecanismo que dinamice ese mercado que todos reconocemos que está fuertemente subvaluado o subdesarrollado. Obviamente, esto también debe estar vinculado a la eliminación de la autorregulación pero, por lo que he visto en el proyecto de ley, la Comisión de Promoción del Mercado de Valores no solamente tiene como competencia asesorar y proponer alguna medida al Poder Ejecutivo, sino que también puede hacerlo con los actores intervinientes, con el objetivo de potenciar dicho mercado.

Por otro lado, me gustaría saber si, de acuerdo con el diagnóstico que hacen del sistema y teniendo en cuenta el ámbito del aporte de la autorregulación, consideran que esto es algo novedoso e importante, o simplemente estiman que es un aporte institucional más, dentro de las tantas tendencias burocráticas que pueden existir para intentar solucionar problemas de fondo con aspectos formales.

SEÑOR OLIVERA.- La ley crea la Comisión de Promoción del Mercado de Valores y sus funciones son asesorar al Poder Ejecutivo y promover iniciativas ante éste y ante los demás agentes intervinientes en el mercado. Por tanto, no tiene facultad para decidir nada sino que debe proponer o plantear iniciativas.

Nos parece que todo ámbito de proposición de iniciativas es importante porque se trata de un espacio en el que los sectores público y privado pueden juntarse para discutir sobre los temas del mercado de valores, y eso siempre es útil. Ahora bien; creemos que esto no sustituye el esquema de autorregulación del mercado. Una cosa es presentar una iniciativa ante el Poder Ejecutivo, que ni siquiera es el órgano que ejerce la regulación y el control directo del mercado, ya que esto recae sobre el Banco Central, y otra es el esquema actual por el cual la bolsa genera las normas y las somete a la aprobación de dicho Poder. Por lo tanto, no hay una iniciativa genérica sino específica de aprobación de un articulado para una regulación puntual.

Además, y aprovechando que el señor Senador plantea una pregunta relativa a esto, quiero destacar que la forma en la que se integra esta Comisión tampoco asegura que las bolsas de valores tengan una presencia efectiva, ya que los representantes de estas y de otras instituciones del mercado -como pueden ser las AFAP- serán solamente dos y designados por el Poder Ejecutivo. Quiere decir que el Poder Ejecutivo es quien designa los operadores del mercado, es decir, a quienes van a asesorarlo. En consecuencia, además de no suplir el mecanismo actual de autorregulación, el

mecanismo de acceso es indirecto, ya que pasa por una selección que realiza el propio Poder Ejecutivo.

SEÑOR ABREU.- Queda muy claro que cuando los invitados hablan del objeto exclusivo de la Bolsa de Valores, están preocupados por la pérdida de determinadas actividades que están realizando y que están fuera de lo que tiene que ver con el tema de valores. Me refiero, por ejemplo, al cambio, el "call money" y, eventualmente, el clearing electrónico de cheques. Quizás están reflexionando sobre el hecho de que con esta norma estas actividades quedarían fuera y no podrían ser realizadas.

Por otro lado, hacen referencia a otro proyecto de ley del Poder Ejecutivo, que tiene una fecha posterior a éste, y se dice que podría haber normas que colidan o que no tengan la debida coherencia con las actuales. Nosotros no hemos tenido acceso a ese segundo proyecto de ley que, según aclaran, debería estar en la órbita de la Cámara de Representantes y que quienes nos visitan aconsejan que sea analizado en forma conjunta con el que hoy estamos considerando. Respecto a esa iniciativa, me gustaría saber si tiene algo que ver con la actividad que desarrollan o si simplemente la aprobación de esta norma deja afuera lo que estaban planteando.

SEÑOR OLIVERA.- El proyecto que mencionábamos, que fue presentado por el Poder Ejecutivo con fecha 22 de diciembre, establece un sistema de compensación y liquidación de pagos y valores. De manera que tiene que ver, sí, con los demás mercados en los cuales actúa BEVSA, porque estos sistemas inciden no solamente en las liquidaciones de operaciones de valores, sino también en las liquidaciones de operaciones de préstamos interbancarios de dinero o de operaciones de cambio. Es un proyecto genérico que se refiere a todo el mundo de los pagos y las compensaciones, es decir, no a la transacción, que es lo que se hace en el mundo bursátil, sino a la liquidación, que es una actividad íntimamente relacionada con ella.

SEÑOR BARBIERI.- Este es un tema importante en el sentido de que cuando miramos las regulaciones internacionales, y en particular las experiencias de otros países, no tenemos que olvidarnos del tamaño relativo que tenemos. A todos nos gustaría tener un sistema más avanzado, tecnológicamente desarrollado, seguro, confiable, etcétera, pero esos sistemas tienen costos. El hecho de que podamos hoy tener un sistema de negociación, por ejemplo -que además es el mismo que tiene la Bolsa de Valores de San Pablo, la Bolsa de Valores de Colombia y el Mercado Abierto Electrónico de Argentina- y de que hayamos contribuido en su crecimiento, es fruto de que tratamos de darle el mayor aprovechamiento para que el costo de cada una de las transacciones, que finalmente va a repercutir en el operador o en el inversor, sea el menor posible. Entonces, si tuviéramos que dedicarnos solamente al área de bolsa de valores, tendríamos que repensar la existencia de BEVSA, y lo digo sin temor a equivocarme. Hoy los ingresos derivados de BEVSA en cuanto a los operadores, en lo que refiere al mercado de valores, deben ser no más del 25% o 30%, y estoy siendo optimista en ese sentido. De manera que todas esas otras actividades han permitido que el costo se distribuya en una misma infraestructura, que en otros países alcanzaría sólo para valores. Hay que tener en cuenta que nosotros estamos al 10% de la capacidad instalada de cualquier otro sistema en el mundo. Entonces, hay un determinado intercambio "trade-off" entre eficiencia y lo que puede implicar que se dedique a una sola actividad.

Otro tema importante es que nosotros hacemos la transferencia electrónica, es decir, tampoco hay riesgo sistémico, como puede haber en otro tipo de actividades en el mundo. Lo que nosotros hacemos es un centro de comunicaciones seguras, que están encriptadas, que son confiables, y en esa especie de "caño" pasamos una cantidad de cosas. En ese sentido, ha habido un crecimiento importante de BEVSA; nosotros no nos imponemos a nadie, ha sido por aceptación. Es decir que el servicio que se da es acorde, porque podría haber otras formas de hacer lo mismo y se ha optado por BEVSA.

SEÑOR VARESE.- Hay que recordar que el año pasado hubo solamente dos emisiones privadas en el Uruguay; el resto fueron letras de regulación monetaria. De manera que, si estamos hablando de un mercado de valores privado de dos emisiones al año, los señores Senadores se darán cuenta de que es imposible sostener un sistema como el que tiene desarrollado BEVSA para eso.

Es claro que las instituciones han intentado maximizar el uso de la tecnología a la cual BEVSA ha accedido en el correr del tiempo, a través de acuerdos -tal como mencionó el Economista Barbieri- con los desarrolladores de los sistemas que utilizamos, que son los mismos que se usan en Brasil, Argentina o Colombia; es decir que contamos con un sistema de última generación y hay que usarlo. Precisamente, la utilización de los distintos mercados permite brindar un servicio mucho mejor.

SEÑOR PRESIDENTE.- Agradecemos la presencia del Contador Varese, del Economista Barbieri y del Doctor Olivera, y esperamos la respuesta al pedido que realizó el señor Senador Couriel en cuanto al articulado particular, para poder analizarlo en detalle.

(Se retira la delegación de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.)

No habiendo más asuntos, se levanta la sesión.

(Así se hace. Es la hora 17 y 1 minuto)